

银行 II

乍暖还寒还是春江水暖？

 评级：**增持**

 前次：**增持**

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740210080001

S0740210090003

021-20315179

金融小组

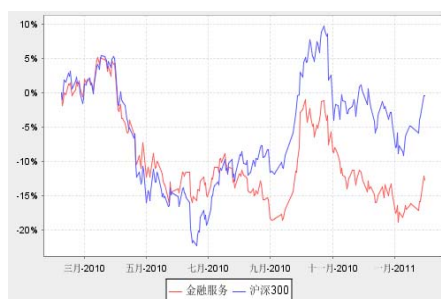
chengjy@qlzq.com.cn

2011 年 3 月 15 日

基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	5380699.56
行业流通市值(百万元)	3043401.18

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
招商银行	股价(元)	12.81	13.71	13.71
	摊薄每股收益(元)	1.19	1.52	1.81
	总股本(亿股)	216	216	216
	总市值(亿元)	2764	2958	2958
华夏银行	股价(元)	10.90	12.04	12.04
	摊薄每股收益(元)	1.15	1.17	1.41
	总股本(亿股)	50	69	69
	总市值(亿元)	544	825	825
民生银行	股价(元)	5.02	5.27	5.27
	摊薄每股收益(元)	0.64	0.77	0.81
	总股本(亿股)	267	284	284
	总市值(亿元)	1341	1495	1495

备注：重点公司排列顺序为：本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- **写在前面的话：**3月初银行股迎来了尽管短暂却久违的“春天”，究竟是乍暖还寒还是春江水暖呢？也许这并不重要，重要的是真正的春天的确不远了？继续希望您关注我们的月报，我们将努力做到最好！
- **最新投资观点：**
 - 齐鲁宏观策略组认为：（1）对抗通胀的货币紧缩政策不应过早放松，特别是对新增信贷的控制力度不应降低，M2 增速下行趋势短期内不会出现改变。（2）2 月份的 CPI 数据表明，投资者仍需对通胀趋势保持足够的警惕。（3）如果 3、4 月份通胀及地产销售数据均呈现好转，则可重配地产和金融。
 - 齐鲁金融组认为随着两会的结束，政策面的平静可能会打破，如果加息或者上调存款准备金率都不意外。我们仍然维持对银行股中长期积极的看法，在未来 3-6 个月内银行获得绝对收益的概率较大。虽然银行股自身面临的政策性风险正在逐步释放，但银行股的择时依然非常困难。在当前市场对 CPI、地产及经济未形成一致预期的情形下，银行可能是“进可攻退可守”的可选择品种之一。维持“招行、华夏、民生、浦发、宁波、农行”的组合，并建议关注一季报业绩和息差均较好的中信银行。
- **热点问题聚焦：**
 - **上市银行 2011Q1 高增长可期。**我们预计不含农行和光大的 14 家上市银行 2011Q1 合计净利润同比增长 27%左右。其中招行、浦发、华夏、中信和民生等均有望实现超过 40%的高增长。
 - **政策性风险的迷雾正在散去。**首先，四大监管工具中资本的监管标准最终和 BASEL III 标准接近，短期也不会造成资本压力；唯一的不确定还在于拨贷比 2.5%，银监会表示仍需和财政部做最后协商，不管最后如何实施，政策本身只要确定了，对市场的影响就会减弱，而且我们在盈利预测中已经考虑了该政策。其次，110 号文对银行 CAR 的影响或将在 2011Q1 财报中体现，影响预计在 0.5 个百分点以

内；原政府融资平台贷款中符合要求的可以转为一般公司贷款的比例大约在 30%-50%之间；唯一尚不明朗的仍在于该政策对拨备的影响，但预计在 2011Q1 后将有更多的信息供我们作出判断。

- 本期矫翼“胡思乱想”的是“通胀背景下偏紧的货币政策或将长期持续”。未来 2-3 年的通胀均衡水平仍维持在较高水平，所以紧缩的货币政策可能长期持续。首先，“十二五”期间的经济增长目标已经下调至 7%，所以未来 M2 的理想增长速度降低至 12%-14%也是正常的；其次，若我国“刘易斯拐点”形成，则偏紧的货币政策较长时间存在。2011 年的货币紧缩的关键词为“上调存款准备金率”和“不对称加息”，对银行的影响体现在资产负债结构向短期化调整，并更加关注流动性。2012 年的货币紧缩的关键词可能为“加息”，商业银行对流动性的关注度将会下降，但会转向控制风险。

■ 货币环境分析：

- 2 月新增人民币贷款 5356 亿元，增量回落的态势基本符合我们预期。3 月单月信贷增量控制目标大约在 6000-7000 亿左右，按照目前的趋势来看，Q1 信贷控制在央行期望的水平较易实现，也是朝着我们期望的方向发展。
- 春节因素消失，存款恢复正常，贷存比虽略有回落，但预计金融机构的吸存压力不减。
- M1 增速回升，但并不代表经济活跃度和货币流通速度下降的趋势改变，M2 增速下降的趋势短期内不会改变。
- 市场利率明显回落，银行间市场流动性紧张的态势缓解。公开市场资金回笼力度加大，净投放结束。考虑到 3 月和 4 月的公开市场的资金到期量分别为 6870 和 6160 亿元，我们认为单靠公开市场加大回笼力度显然不够，预计存款准备金率仍有 1-2 次的上调。

内容目录

最新投资观点	- 4 -
齐鲁宏观策略.....	- 4 -
银行投资观点.....	- 4 -
热点问题聚焦	- 5 -
上市银行一季报高增长可期	- 5 -
政策性风险的迷雾正在散去？	- 6 -
矫翼“胡思乱想”	- 7 -
通胀背景下偏紧的货币政策长期持续？	- 7 -
货币环境分析	- 9 -
2 月信贷控制效果更佳	- 9 -
春节因素消失，存款恢复正常	- 11 -
M1 增速回升，但并不代表经济活跃度和货币流通速度下降的趋势改变 ...	- 11 -
银行间市场流动性紧张的态势缓解	- 12 -

图表目录

图表 1: 上市银行盈利预测及估值比较	- 5 -
图表 2: 2011Q1 净利润增长预测	- 6 -
图表 3: 银监会四大监管工具前后对比	- 7 -
图表 4: M1 和 CPI 的相关性有所减弱	- 9 -
图表 5: 三次加息后长端存贷利差收窄明显	- 9 -
图表 6: 历年前两月新增信贷占全年增量比重	- 10 -
图表 7: 历年新增信贷占比季度分布	- 10 -
图表 8: 当月新增信贷	- 10 -
图表 9: 当月新增信贷结构	- 10 -
图表 10: 居民户贷款情况	- 10 -
图表 11: 外汇贷款情况	- 10 -
图表 12: 各类存款增速	- 11 -
图表 13: 金融机构贷存比	- 11 -
图表 14: 春节效应消失, M0 大幅回落	- 11 -
图表 15: M1 增速微升, M2 增速继续回落	- 11 -
图表 16: 银行间同业拆借和回购利率	- 12 -
图表 17: 银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势	- 12 -
图表 18: SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势	- 13 -
图表 19: 票据贴现利率走势	- 13 -
图表 20: 2011 上半年各月公开市场到期量	- 13 -
图表 21: 近期公开市场操作	- 13 -
图表 22: 3 月期央票发行利率	- 13 -
图表 23: 央行 91 天回购利率	- 13 -

最新投资观点

齐鲁宏观策略

- 2月份的通胀同比虽然和1月份持平，但环比增速还在提升，显示通胀压力较大，故对抗通胀的货币紧缩政策不应过早放松，特别是对新增信贷的控制力度不应降低，M2增速下行趋势短期内不会出现改变。
- 2月份的CPI数据表明，投资者仍需对通胀趋势保持足够的警惕，由此我们判断：（1）防通胀的政策取向得以延续；（2）房地产的调控政策将继续贯彻；（3）货币回收力度将加大，尤其央票的使用。
- 齐鲁策略认为在2月-3月的重要观察期核心指标呈现出的趋势是：（1）2月份的CPI未出现明显回落；（2）大中城市的房地产交易量萎缩明显。并认为两会后新三板可能会正式出台，以及今年以来持续的融资压力，预期3月下旬是市场再次向下摆动的敏感时间点。
- 齐鲁策略认为根据经验判断，房屋销量同比增速上升可能是较好的判断地产股趋势性行情的指标，如果3、4月份通胀及地产销售数据均呈现好转，则可重配地产和金融。

银行投资观点

- 3月初银行股在“银行业绩良好+两会期间政策面平稳”的双重预期下有所表现。我们认为本次上涨的根本逻辑是：市场对宏观经济的分歧非常大，在不确定性增强的背景下，市场的风险厌恶程度上升，低估值的银行板块所具备的防御性价值被市场强化，此时“一季报业绩的良好预期”无疑是最好的催化剂。
- 随着两会的结束，政策面的平静可能会被打破，如果加息或者上调存款准备金率都不意外。目前看来1-2月份信贷控制的效果较好，一季度信贷增量符合我们预期（即2.2-2.3万亿）属于大概率事件。
- 我们仍然维持对银行股中长期积极的看法，在未来3-6个月内银行获得绝对收益的概率较大。虽然银行股自身面临的政策性风险正在逐步释放，但银行股的择时依然非常困难。
- 现阶段，在市场对CPI、地产及经济未形成一致预期之前，我们认为银行可能是“进可攻退可守”的可选择品种之一，对于既不愿意错失上涨机会又希望承担较低风险的投资者来说，增配银行股不失为当前较好的策略。如果后期CPI下行趋势确认，地产形势好于预期，经济平稳，则应重配银行及地产，此时地产的弹性明显好于银行；但倘若CPI高企，地产调控对经济的负面影响出现，由于当前市场并未完全预期和反映经济下行的风险，则系统性风险将再现，此时“低估值+好业绩”的银行板块有望获得相对收益，该种情形下配置银行好于地产。
- 投资组合：维持“招行、华夏、民生、浦发、宁波、农行”的组合，并建议关注一季报业绩和息差均较好的中信银行。

图表 1：上市银行盈利预测及估值比较

股票代码	股票简称	投资评级	前收盘价	A股总股本 (百万)	A股总市值 (百万)	每股收益EPS			每股净资产BVPS		
						2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	增持	4.30	262,225	1,500,780	0.39	0.46	0.53	2.02	2.36	2.89
601939.SH	建设银行	增持	4.90	9,594	1,225,054	0.46	0.52	0.60	2.38	2.80	3.41
601988.SH	中国银行	持有	3.31	195,525	923,977	0.32	0.34	0.38	2.03	2.31	2.70
601288.SH	农业银行	买入	2.64	294,055	857,456	0.25	0.27	0.35	1.32	1.65	2.01
601328.SH	交通银行	增持	5.61	29,736	315,617	0.61	0.69	0.84	3.34	4.01	4.85
600036.SH	招商银行	买入	13.66	17,666	294,736	0.95	1.19	1.52	4.85	6.30	7.82
601166.SH	兴业银行	买入	26.88	5,992	161,077	2.46	2.95	3.45	11.92	15.48	18.93
600000.SH	浦发银行	买入	13.10	14,349	187,970	1.50	1.33	1.54	7.70	8.70	10.25
000001.SZ	深发展A	增持	16.05	3,485	55,934	1.62	1.80	2.24	6.59	9.62	11.86
600015.SH	华夏银行	买入	11.93	4,991	59,537	0.75	1.15	1.17	6.06	6.66	9.03
600016.SH	民生银行	买入	5.24	22,588	139,985	0.46	0.64	0.77	3.95	3.90	4.77
601998.SH	中信银行	持有	5.43	26,632	211,951	0.37	0.55	0.50	2.63	3.13	3.62
601818.SH	光大银行	暂无评级	3.86	40,435	156,078	0.23	0.31	0.38	1.44	1.98	2.36
601169.SH	北京银行	增持	11.86	6,228	73,859	0.90	1.13	1.33	6.03	6.96	8.29
002142.SZ	宁波银行	买入	12.98	2,884	37,432	0.58	0.81	1.06	3.90	5.55	6.61
601009.SH	南京银行	增持	10.98	2,969	32,599	0.84	0.80	1.01	6.55	6.42	7.43

股票代码	股票简称	2010E ROAA	2010E ROAE	核心资本充足率 (最新披露)	资本充足率 (最新披露)	市盈率PE			市净率PB		
						2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	1.27%	21.45%	9.33	11.57	11.17	9.34	8.19	2.13	1.82	1.49
601939.SH	建设银行	1.27%	20.68%	9.33	11.64	10.73	9.43	8.12	2.06	1.75	1.44
601988.SH	中国银行	1.00%	16.29%	9.35	11.73	10.40	9.77	8.61	1.63	1.43	1.23
601288.SH	农业银行	0.91%	19.91%	9.75	11.38	10.56	9.79	7.49	2.00	1.60	1.32
601328.SH	交通银行	1.09%	20.03%	9.46	12.53	9.14	8.09	6.72	1.68	1.40	1.16
600036.SH	招商银行	1.14%	22.45%	8.03	11.47	14.32	11.48	9.00	2.81	2.17	1.75
601166.SH	兴业银行	1.14%	23.17%	9.29	11.96	10.92	9.13	7.78	2.26	1.74	1.42
600000.SH	浦发银行	1.06%	19.75%	7.09	10.19	8.75	9.87	8.49	1.70	1.51	1.28
000001.SZ	深发展A	0.96%	23.28%	7.10	10.19	9.91	8.90	7.17	2.43	1.67	1.35
600015.SH	华夏银行	0.62%	18.10%	6.49	10.57	15.83	10.36	10.16	1.97	1.79	1.32
600016.SH	民生银行	1.08%	17.84%	8.32	10.77	11.30	8.17	6.83	1.33	1.35	1.10
601998.SH	中信银行	1.11%	19.13%	8.80	11.66	14.80	9.86	9.91	2.06	1.74	1.38
601818.SH	光大银行	0.95%	19.79%	8.99	11.94	16.89	12.31	10.12	2.68	1.95	1.64
601169.SH	北京银行	1.17%	17.45%	10.75	12.47	13.11	10.46	8.94	1.97	1.70	1.43
002142.SZ	宁波银行	1.13%	18.04%	9.18	10.91	22.26	16.11	12.29	3.33	2.34	1.96
601009.SH	南京银行	1.35%	15.29%	9.51	10.48	13.06	13.72	10.85	1.68	1.71	1.48
上市银行平均		1.08%	19.54%			12.70	10.42	8.79	2.11	1.73	1.42
大型国有银行平均		1.11%	19.68%			10.71	9.58	8.10	1.96	1.65	1.37
中型股份制银行平均		1.01%	20.53%			12.26	9.68	8.48	2.08	1.71	1.37
城市商业银行平均		1.22%	16.93%			16.15	13.43	10.69	2.32	1.92	1.62

备注：中信银行估值已经考虑配股除权因素，华夏已经考虑定向增发，民生已考虑可转债+H股融资。

来源：齐鲁证券研究所

热点问题聚焦

上市银行一季报高增长可期

- 我们预计不含农行和光大的 14 家上市银行 2011Q1 合计净利润同比增长 27%左右。其中同比增速超过 40%以上的银行有招行（同比增长 46%）、浦发（同比增长 46%）、华夏（同比增长 47%）、中信（同比增长 45%）和民生（同比增长 42%）；增速超过 35%的银行有兴业（同比增长 39%）和宁波（同比增长 38%）。
- 我们预计 2011Q1 上市银行平均的 NIM 水平约为 2.53%，同比上升 11

个 BP，息差环比上升幅度较为明显的银行预计有招行、中信和民生。

- 对上市银行 2011Q1 业绩预测的前提假设请参见《上市银行 2011Q1 业绩前瞻》。

图表 2：2011Q1 净利润增长预测

股票代码	公司名称	2010Q1 净利润 (百万元)	2011Q1 净利润 (百万元)	2011Q1 净利润 同比增长
601398.SH	工商银行	41,547	51,306	23.49%
601939.SH	建设银行	35,164	42,899	22.00%
601988.SH	中国银行	26,175	32,749	25.11%
601328.SH	交通银行	10,451	13,377	28.00%
600036.SH	招商银行	5,909	8,648	46.36%
601166.SH	兴业银行	4,079	5,670	39.00%
600000.SH	浦发银行	4,106	6,004	46.24%
000001.SZ	深发展A	1,578	2,075	31.50%
600015.SH	华夏银行	1,307	1,922	47.13%
600016.SH	民生银行	4,269	6,051	41.75%
601998.SH	中信银行	4,312	6,256	45.09%
601169.SH	北京银行	2,092	2,559	22.33%
002142.SZ	宁波银行	498	690	38.56%
601009.SH	南京银行	587	782	33.17%
整体合计		142,074	180,989	27.39%

来源：齐鲁证券研究所（备注：宁波银行的盈利预测中不含总行拆迁款）

政策性风险的迷雾正在散去？

- 2010 年下半年笼罩在银行板块的监管阴影主要有两方面：一是四大监管工具的初步框架；二是政府融资平台的拨备政策。而我们有希望在上半年看到这两方面监管政策的清晰化和影响的明朗化。
- 首先，有媒体披露，银监会上报的资本充足率、拨备率、杠杆率、流动性四大监管新工具已于近日获国务院批复，具体指引已进入最后一轮意见征询。并预计杠杆率、流动性指引将先期发布，我们认为这两个指标的的实施本身影响不大；资本的监管标准最终和 BASEL III 标准接近，短期也不会造成资本压力；唯一的不确定还在于拨贷比 2.5%，银监会表示仍需和财政部做最后协商。
 - 首先，杠杆率和流动性指标对我国商业银行的影响基本不大，因为当前基本上都属于达标状态。
 - 其次，资本监管方面，最后正式出台的指标将显著低于去年初传的水平。如果暂不考虑逆周期超额资本，对系统重要性银行的 CCAR 和 CAR 监管标准分别为 8.5% 和 11.5%，非系统重要性银行的分别为 8.5% 和 10.5%，和当前银监会对商业银行的资本要求一致。我们预计短期内逆周期超额资本计提的可能性很低，所以最终我国的资本标准也基本和 BASEL III 标准接近。
 - 最后，拨贷比的执行时间推后，可能甚至会给部分银行更长的过渡期，但我们更加关注的是“和财政部做协商”的结果，这意味着未来将进一步明确拨贷比中的拨备是否包括税后计提的拨备并对拨贷比政策提供财务会计支持。不管怎么样，政策本身只要确定了，对市场的影响也会减弱，毕竟，不确定性是我们最不喜欢的。而且我们在盈利预测中已经考虑了该政策，也就是说即使拨贷比 2.5% 出台，也不会造成银行股的业绩下修。

- 其次，关于去年底出台的《关于加强政府融资平台贷款风险管理的指导意见》（即 110 号文）对商业银行的影响，亦有望在上半年明朗。
- 我们近期对部分银行的调研中了解到该文件对上市银行资本充足率的影响将在 2011Q1 财报中体现，对 CAR 的影响预计在 0.5 个百分点以内。
- 原政府融资平台贷款中符合要求的可以转为一般公司贷款的比例大约在 30%-50%之间（视不同银行）。
- 唯一尚不明朗的仍在于对拨备的影响。据了解，很多地区原先由财政担保的贷款，期间如果增加土地抵押等后就会提高现金流覆盖的比例。我们尚不能推测出现金流覆盖程度有多大提高，但预计在 2011Q1 后将有更多的信息供我们作出判断。

图表 3：银监会四大监管工具前后对比

四大监管工具	内容	之前市场普遍预期版	近期媒体报道可能版	BASEL III 标准
资本	核心一级资本充足率	6%	5%	4.5%
	一级资本充足率	8%	6%	6%
	资本充足率	10%	8%	8%
	留存资本		2.5%	2.5%
	超额资本	0-4%（必要时0-5%）	0-2.5%（预计大多数时期为0）	0-2.5%（大多数时期为0）
	系统重要性银行附加资本	1%	1%	
拨备	达标时间	2012年底达标	2013年底达标	
	拨贷比	2.50%	原则上不低于2.5%	
	系统重要银行的达标时间	2012年底达标	2013年底达标	
	非系统重要银行的达标时间	2016年底达标	2016年底达标（对个别银行给予额外两年左右的宽限期）	
杠杆率	核心资产/表内外总资产	4%	4%	
流动性指标	流动性覆盖率LCR	100%	100%	
	净稳定融资比率NFSR	100%	100%	

来源：齐鲁证券研究所

娇翼“胡思乱想”

通胀背景下偏紧的货币政策长期持续？

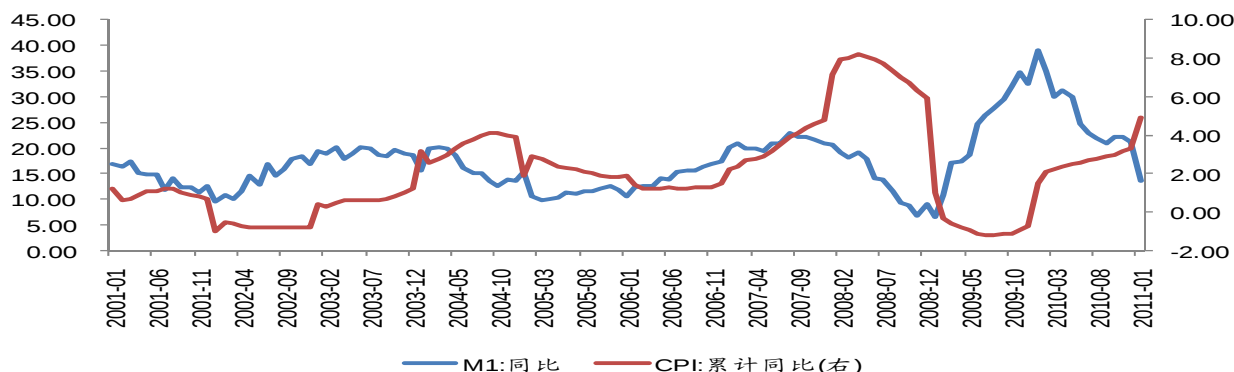
- **特别提示：**我们在月报中对未来监管政策或者经营环境变化的畅想仅是我们基于兴趣所做的一些假设性分析和判断，并不代表我们已经对未来政策趋势作出明确判断。
- 本月我们将在对长期通胀趋势的判断基础上分析未来货币政策的取向，以及对商业银行的影响。
- 对于 2010-2011 年通胀上升的根本原因，我们较为认可的逻辑是“2009 年的货币超发”（参见齐鲁宏观组相关研究报告）和“劳动力成本上升”，从这两个角度出发，我们均可以得出即使通胀短期回落，但在未来 2-3 年的长期均衡水平仍维持在较高水平，所以紧缩的货币政策可能长期持续。
- **M1 和 CPI 的相关性减弱可能说明货币超发不能完全解释本轮通胀。**观察 2004 年和 2008 年的两次通胀，前两次通胀在 M1 增速回落后的 6 月左右的时间里均出现回落，但目前 M1 增速从高位回落已经达 13 个月之久，CPI 还未出现向下趋势。另外本轮 M1 增速明显超过前两次，

但 CPI 上升的高度未有突破。

- 2010 年多地出现用工荒，用工成本大幅增加，对 CPI 上升的贡献不可忽视。有学者认为过去工资水平的上涨被劳动生产力的提高所抵消，所以未对商品价格产生影响，但 2010 年该情形已经改变。
- 首先，从长远看，经济增长潜力下降的情况下，如果货币供应仍维持金融危机前的水平，将重新助涨通胀压力和资产泡沫。“十二五”期间的经济增长目标已经下调至 7%，所以未来货币供应增速（也就是 M2）的理想增长速度也将降低至 12%-14%也是正常的（尽管 2011 年 M2 增长目标是 16%）。
- 其次，有学者认为中国已经进入“刘易斯”拐点，而日韩两国的经验表明“刘易斯拐点”形成以后，偏紧的货币政策较长时间存在。（该部分数据和分析由齐鲁宏观组提供）
 - 根据经济学家刘易斯的理论，大多数发展中国家都要经历一个二元经济发展的过程。其突出的特征是农村劳动力的剩余为工业化提供低廉的劳动力供给，工资增长较慢，雇佣关系不利于劳动者，城乡收入差距持续着；按照发展的逻辑，这个过程将一直持续到劳动力从无限供给变为短缺，增长方式实现一个质的飞跃，进入现代阶段。这个转换的节点就被称为“刘易斯拐点”。
 - 日本自 20 世纪 60 年代经历过“刘易斯拐点”后，劳动力工资水平迅速上涨，通胀压力使得日本政策采取偏紧的货币政策。
 - 韩国在 20 世纪 70 年代末经过“刘易斯拐点”后，也经历了货币紧缩阶段。
- 2011 年的货币紧缩的关键字为“上调存款准备金率”和“不对称加息”，对银行的影响体现在资产负债结构向短期化调整，并更加关注流动性。
 - 在当前实际利率仍为负以及加息预期的双重作用下，存款还未出现定期化，但定期存款呈现出一定的短期化特征。但若未来实际利率为负的状态改变（不管是通胀回落还是名义利率上升导致），由于长期通胀水平仍维持在较高水平，且长端存款利率上调较多，所以存款定期化趋势可能会在年内出现。
 - 由于长端存贷利差收窄较为明显，故银行可能会主动将资产负债的期限结构向短期调整，体现在减少长期贷款上。而 2011 年固定资产投资增速下降、房地产调控对按揭贷款增量的抑制都为该资产负债结构调整提供了较好的机会。我们拿同样是紧缩的年份即 2011 年和 2008 年对比，银行今年的信贷规划主动地更加偏重于中小企业贷款和个人消费贷款。
 - 持续不断的上调存款准备金率，使得商业银行在资产配置时将流动性摆在较收益率更首要的位置上，需要牺牲部分高收益资产的配置来满足流动性。而法定存款准备金率维持在 1.62% 的低位，对升息周期中银行的息差带来负面影响（参见历次准备金调整的相关报告）。
- 过去“高增长，低通胀”的格局将向“温和增长，温和通胀”转变，名义利率水平仍有必要上升。如果说过去 10 年间平均的经济增长和通胀水平分别是 10%+2%，那么 2011-2012 年将变为 9%/8%+4%，2012 年之后将变为 7%+3%。若要实现这种转变，名义利率水平仍有必要上升。
- 所以 2012 年的货币紧缩的关键字可能为“加息”，商业银行对流动性的关注度将会下降，但会转向控制风险。因为加息将着眼于提高资金成本和控制资产价格泡沫，持续的紧缩对资产质量的考验将会集中在 2012

年，其中包括地方政府融资平台贷款和房地产相关贷款。

图表 4: M1 和 CPI 的相关性有所减弱



来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 三次加息后长端存贷利差收窄明显

20101019加息前	六个月	一年	一年-五年 (用平均值代替)	五年以上
存款利率%(20101019加息前)	1.98	2.25	3.06	3.60
贷款利率%(20101019加息前)	4.86	5.31	5.58	5.94
存贷利差%(20101019加息前)	2.88	3.06	2.52	2.34
20110208加息后	六个月	一年	一年-五年 (用平均值代替)	五年以上
存款利率%(20110208加息后)	2.80	3.00	4.20	5.00
贷款利率%(20110208加息后)	5.60	6.06	6.28	6.60
存贷利差%(20110208加息后)	2.80	3.06	2.08	1.60

来源：齐鲁证券研究所

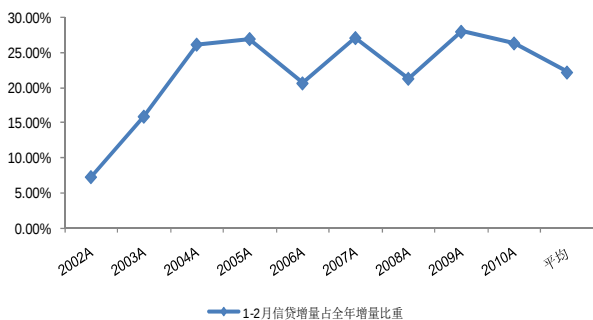
货币环境分析

2 月信贷控制效果更佳

- 2 月新增人民币贷款 5356 亿元，增量回落的态势基本符合我们预期，说明央行及时对多家城市商业银行采取差额准备金政策，并调整法定存款准备金率等政策效果明显。
- 前两月新增信贷占到我们预计的全年信贷增量值的 23%，如果考虑信贷转回，则这一比例为 21%，其中 2 月单月的占比 7%。按照 Q1 新增信贷增量占到全年计划增量的 30% 来估算，3 月单月信贷增量控制目标大约在 6000-7000 亿左右。按照目前的趋势来看，Q1 信贷控制在央行期望的水平较易实现，也是朝着我们期望的方向发展。
- 我们估计 2 月新增贷款中，四大行投放量大约在 35%-40% 之间，占比较上月明显上升，主要是缘于央行及时采取差额准备金率政策后城商行的信贷投放量明显回落。
- 2 月新增信贷结构呈现出如下变化：（1）居民户贷款占比显著回落，考

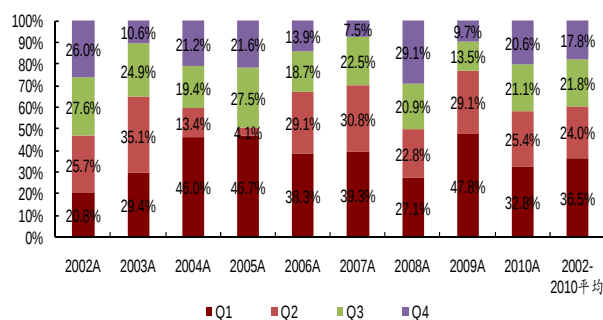
考虑到房地产销量下降对按揭贷款增量的滞后影响，预计 3 月之后的居民中长期贷款增量会继续呈现下降趋势。（2）企业新增贷款中短期贷款占比明显上升，中长期贷款明显下降；我们认为这是中小企业信贷需求旺盛，商业银行主动加大中小企业的信贷支持力度所致。

图6：历年前两月新增信贷占全年增量比重



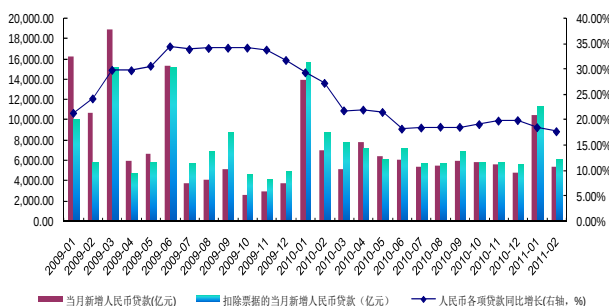
来源：齐鲁证券研究所

图7：历年新增信贷占比季度分布



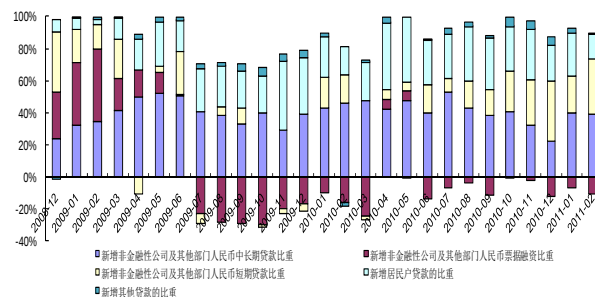
来源：齐鲁证券研究所

图8：当月新增信贷



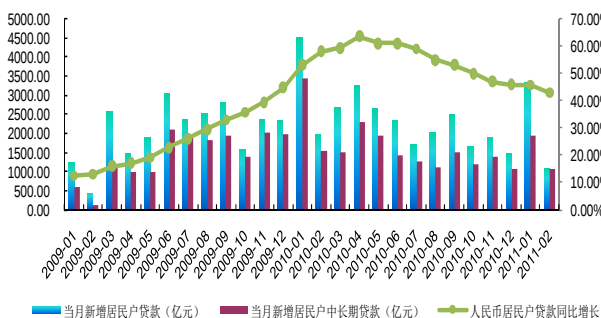
来源：央行，齐鲁证券研究所

图9：当月新增信贷结构



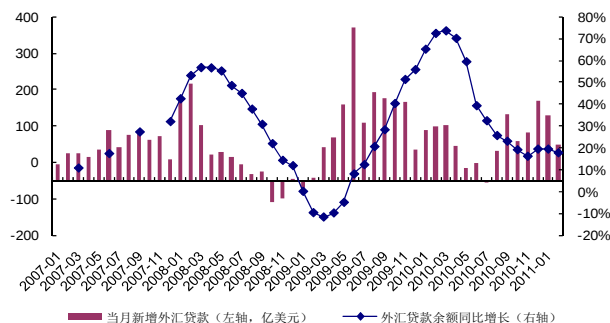
来源：央行，齐鲁证券研究所

图10：居民户贷款情况



来源：央行，齐鲁证券研究所

图11：外汇贷款情况



来源：央行，齐鲁证券研究所

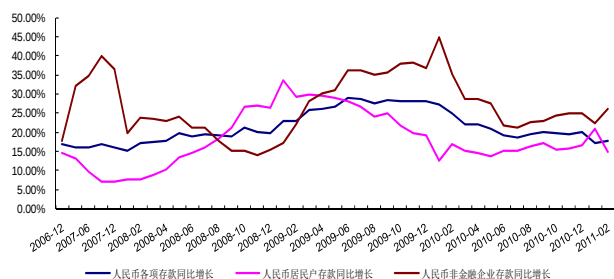
春节因素消失，存款恢复正常

- 春节因素消失，M0 余额下降约 1 万亿元，存款恢复正常。2 月当月人民币存款增加 1.31 万亿元，同比多增 3334 亿元。其中住户存款增加 2401 亿元，非金融企业存款增加 4416 亿元，财政性存款增加 3381 亿元。
- 存款增量上升后，贷存比较上月回落，但仍处于较高水平，金融机构负债压力不减，我们仍然维持存款竞争激烈的态势在一季度仍将延续的判断。

M1 增速回升，但并不代表经济活跃度和货币流通速度下降的趋势改变

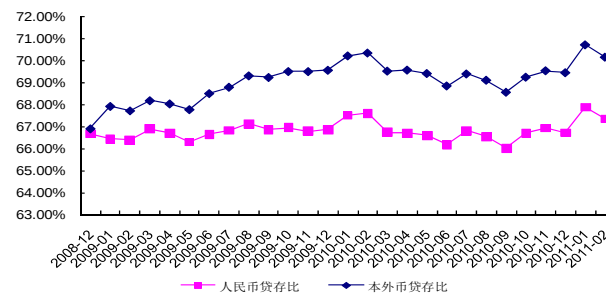
- 截至 2 月末，M1 和 M2 的增速分别为 15.7% 和 14.5%，分别较上月回升 0.9 个百分点和回落 1.5 个百分点。
- M1 增速回升有春节效应消失的原因，但仍维持在较低位置，并不表明经济活跃程度的上升。
- M1 和 M2 的增速差收窄至 1.2 个百分点，但由于上月数据有春节因素干扰，所以这并不代表货币流通速度降低的趋势改变。
- 齐鲁宏观组判断“随着紧缩政策的持续，总需求和总产出预计都会下降，货币流通速度也会持续下降，直至通胀受控。”

图表 12：各类存款增速



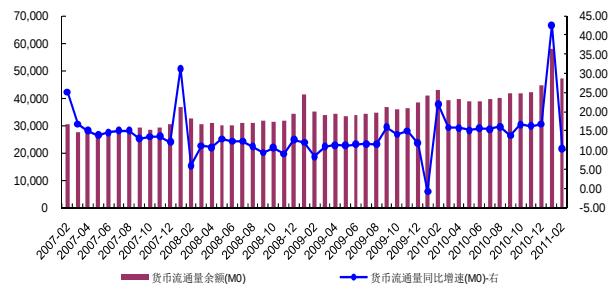
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 13：金融机构贷存比



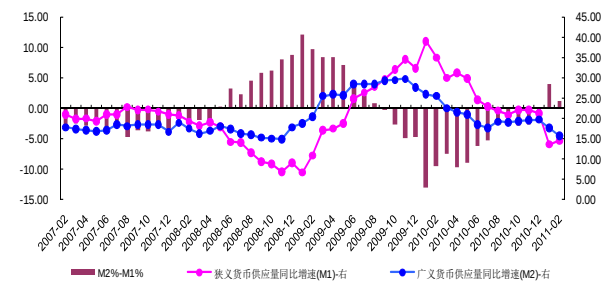
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 14：春节效应消失，M0 大幅回落



来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 15：M1 增速微升，M2 增速继续回落

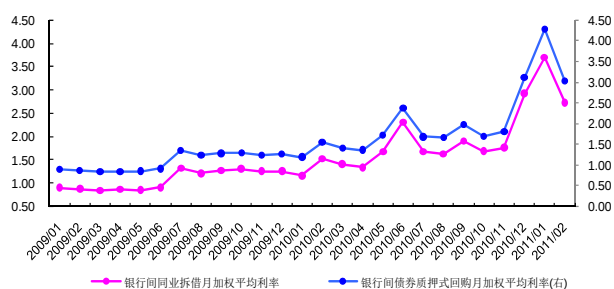


来源：央行，齐鲁证券研究所

银行间市场流动性紧张的态势缓解

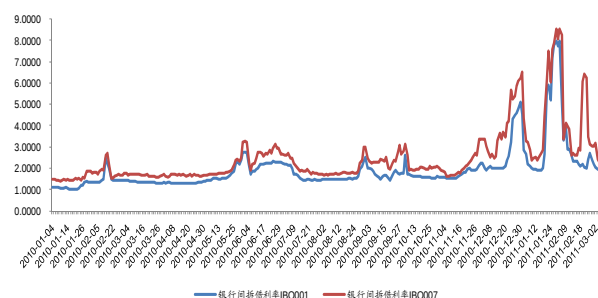
- **市场利率明显回落。**2 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 2.73%，质押式债券回购月加权平均利率为 3.02%，分别较上月回落 97 和 127 个 BP。
- 从银行间短期拆借利率的日走势上看，2 月中旬至日前，除上调存款准备金率缴款日前（2 月 24 日）利率急速攀升后，货币市场利率持续走低，显示去年底和节前流动性紧张的态势有所缓解，目前拆借利率已经回落至去年 11 月水平附近。
- 3 月期 SHIBOR 利率自 2 月底开始持续回落，同样说明流动性紧张的局面得到缓解；但 1 年期的 SHIBOR 仍在上升，但升幅已经显著放缓，原因在于通胀及加息预期仍存。
- **公开市场资金回笼力度加大，净投放结束。**由于二级市场利率走低，一二级市场收益率倒挂情况消除，央票吸引力增加，故央行近期公开市场的发行量明显增加，公开市场连续的资金净投放态势终结。
- **存款准备金仍有上调可能。**2010 年前两月公开市场连续净投放合计资金超过 8000 亿元，但连续上调两次准备金合计回收资金也仅约 7200 亿，如果考虑央行在春节前的逆回购输血，实际资金仍呈现净投放。如果再考虑到 3 月和 4 月的公开市场的资金到期量分别为 6870 和 6160 亿元，则认为单靠公开市场加大回笼力度显然不够，预计存款准备金率仍有 1-2 次的上调。
- **央票发行利率上行，引加息猜想。**近期央行在公开市场操作放量的同时，发行利率也明显上升，引发市场的加息猜想。最近一周 3 月期央票发行和回购利率均较前一周上行 17 个 BP。

图表 16：银行间同业拆借和回购利率



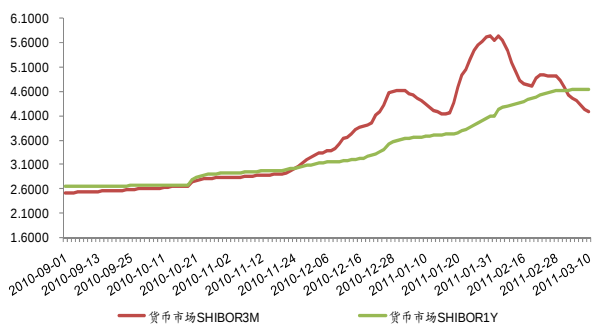
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 17：银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势



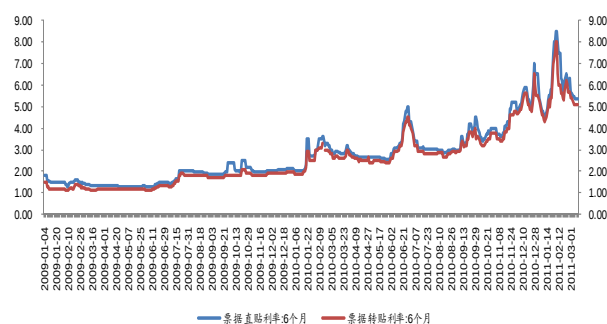
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 18: SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势



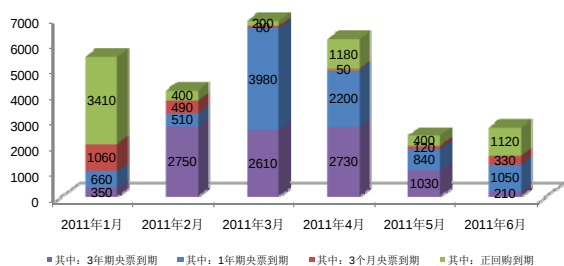
来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图表 19: 票据贴现利率走势



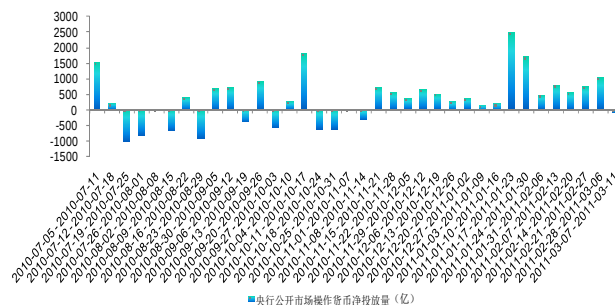
来源: 齐鲁证券研究所

图表 20: 2011 上半年各月公开市场到期量



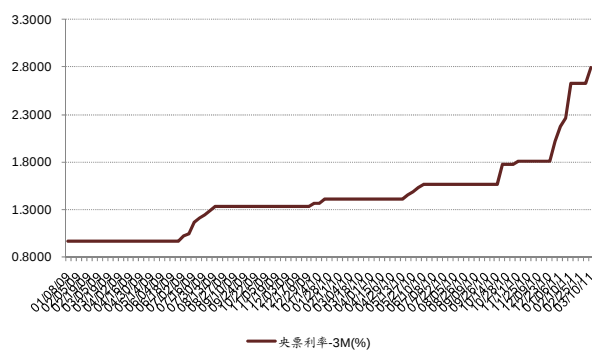
来源: 齐鲁证券研究所

图表 21: 近期公开市场操作



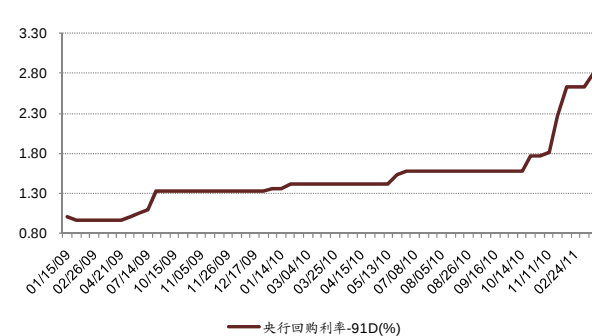
来源: 齐鲁证券研究所

图表 22: 3 月期央票发行利率



来源: 齐鲁证券研究所

图表 23: 央行 91 天回购利率



来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308